

## De stand van de AEX op 31 december 2014

### DRIE SCENARIO'S

Om een indruk te krijgen van wat beleggers dit jaar mogen verwachten van de Nederlandse beurs, hebben we een aantal scenario's doorgerekend.

In het basisscenario is gerekend met een gemiddelde winstgroei van 14 procent (de analistenconsensus) en een negatief en positief scenario van respectievelijk 7 en 21 procent.

Naast de winstgroei is de waardering van belang. Met andere woorden: hoeveel zijn beleggers bereid te betalen voor aandelen? Analisten menen dat ook dit jaar vijftien keer de winst per aandeel zal worden betaald voor de index, dus een koerswinstverhouding op het huidige (vrij hoge) niveau van 15. In een

negatief scenario zullen beleggers voorzichtiger worden en niet meer dan 12 keer de winst willen betalen. Dat is weliswaar onder het langjarig gemiddelde van 13,2, maar in geval van plotselinge schokken op de financiële markten nog steeds hoog. In het rooskleurige scenario zijn beleggers zo vol vertrouwen dat ze gerust aandelen inkopen tegen een k/w van 18.

Deze exercitie levert negen verschillende eindstanden voor de AEX-index eind 2014. In het meest gunstige geval staat de AEX-index dan op een stand van 585 punten. Als winstgroei en waardering teruglopen, zakt de index terug naar 345 punten.

Winstgroei				
		negatief (7%)	consensus (14%)	positief (21%)
k/w 2014	12	-14%	-9%	-3%
	15	7%	14%	21%
	18	29%	37%	45%

Bij deze exercitie zijn financiële rampen buiten beschouwing gelaten. Mogelijke negatieve schokken die niet (volledig) in de spreadsheets voor bedrijfswaarderingen van analisten zitten zijn bijvoorbeeld: terugkomst van de eurocrisis bijvoorbeeld na de bankenstresstests of nijpende schulden in Frankrijk, spanningen en het Midden-Oosten of een terug-

val van de Chinese economie. Om over de 'zwarte zwanen' maar te zwijgen. Beleggers worden angstig als blijkt dat ze risico's onderschat hebben. Als ze schokken helemaal niet hebben zien aankomen, worden ze ronduit panisch. Daarvan is de huizen crisis, het begin van de kredietcrisis, andermaal een duur voorbeeld geweest.

Amerikaanse rente zit sinds mei vorig jaar in de lift vanwege speculatie over de afbouw van de steunmaatregelen. In december kondigde Ben Bernanke daadwerkelijk aan het opkoopprogramma van obligaties langzaam naar nul terug te willen brengen.

Het rendement op een tienjarige Amerikaanse staatslening steeg van een dieptepunt van 1,6 procent in mei naar boven de 3 procent eind december. De Europese obligaties, zij het minder extreem, daalden ook in waarde om de rendementen meer in lijn te brengen met de Amerikaanse rente.

Aandelen lijken nu nog een interessant alternatief voor staats-

obligaties. Beleggers kijken naar de zogeheten winstyield, oftewel de omgekeerde k/w, van aandelen als zij deze met obligaties willen vergelijken. Bij een k/w van 15 voor de AEX bedraagt de winstyield 6,6 procent (1 euro winst op 15 euro koers). Deze 6,6 procent oogt nog altijd aantrekkelijk ten opzichte van de tot 3 procent opgelopen Amerikaanse lange rente. Als de rente verder oploopt, komt het moment in zicht waarop beleggers de veiligere obligaties weer verkiezen boven aandelen.

Dat moment kan sneller komen dan gedacht als de economie krachtig herstelt. Dan zijn twee effecten zichtbaar: de winstgroei van bedrijven zal snel stijgen, wat

gunstig is voor het rendement op aandelen. Daar staat tegenover dat obligaties en spaarrekeningen weer een aantrekkelijker alternatief worden waardoor geld uit aandelen vlucht en koersen en k/w's dalen (om waarderingen in lijn te brengen met het nieuwe renteklimaat). Het is best mogelijk dat voor aandelenbeleggers een scenario van gematigd herstel lucratiever is dan een turboherstel met hogere rentes.

### OPTIMISME EN DE INDEX

Tot welke hoogten kan de Nederlandse beurs stijgen als het optimisme van analisten bewaarheid wordt? Persbureau Bloomberg verzamelde de verwachtingen van een aantal professionele beursvolgers en becijferde dat zij de winst van de bedrijven in de index dit jaar met gemiddeld 14 procent zien stijgen tot 30,5 euro per aandeel. Het jaar daarna stijgen de bedrijfswinsten van de meest verhandelde bedrijven volgens hun verwachtingen met nog eens 12 procent.

Vooraf bedrijven als Arcelor-Mittal, TNT Express en Air France KLM zullen een stevige verbetering laten zien in de komende jaren, zo is de consensus.

Deze ondernemingen hebben relatief hoge vaste kosten – denk aan werknemerskosten en kapitaalgoederen als vliegtuigen en staalfabrieken – waardoor een bescheiden economische groei voor een snelle verbetering van de winst kan zorgen. Dit zogeheten vliegwieleffect wordt bij veel Damarak-bedrijven versterkt doordat de kosten in de laatste vijf jaar omlaag zijn gebracht.

Als analisten gelijk krijgen, zal de AEX-index (bij winst van 34,06 en een k/w van 15) eind 2015 op 511 staan (34,06 maal 15 = 510,9), nog altijd ver onder het record van 704 punten uit september 2000. En als ze het mis hebben? In dat geval bieden de drie scenario's houvast die wij hebben doorgerekend. U treft ze in het kader hierboven.



**ALS ANALISTEN  
GELIJK KRIJGEN,  
ZAL DE AEX-INDEX  
EIND 2015 OP  
511 STAAN, NOG  
ALTIJD VER ONDER  
HET RECORD VAN  
704 PUNTEN UIT  
SEPTEMBER 2000**